

Premessa

Il sottoscritto Stefano Giovanni Girolamo Dal Lago, Dottore Commercialista iscritto al n. 1066/A dell'ODCEC di Vicenza e Revisore Legale iscritto al n. 154083 è stato nominato su istanza del Curatore Dott. Alberto Mazzo, datata 15 luglio 2022 e autorizzata dal G.D. Dott. ssa Paola Rossi, qualità di perito per la stima del valore economico dell'azienda della [redacted], Fallimento n. 60/2022.

In tale sede dichiaro la mia indipendenza rispetto alla Società fallita, ai suoi Soci e Amministratori, nonché l'assenza di eventuali conflitti di interesse che mi impediscano di adempiere con la dovuta libertà e autonomia intellettuale all'espletamento dell'incarico affidatomi.

Oggetto e scopo della valutazione

La valutazione è riferita cumulativamente ai due rami di azienda detenuti dal soggetto fallito ed entrambi affittati ad International Meat Srls, senza tenere conto del trasferimento di alcuna posizione creditoria o debitoria. In sostanza quindi la valutazione è riferibile al valore dei beni produttivi detenuti dall'azienda nel suo complesso e già oggetto di autonome inventariazioni e valutazioni come si dirà di seguito e alla determinazione dell'eventuale avviamento positivo o negativo attribuibile all'azienda stessa.

Nell'azienda oggetto di valutazione sono potenzialmente inclusi alcuni lavoratori dipendenti, necessari per il funzionamento della stessa, attualmente operanti presso la locataria International Meat Srls in forza dei suddetti contratti di affitto di azienda. Non essendo in ogni caso previsto il trasferimento di partite debitorie o creditorie, il trasferimento di tali dipendenti insieme all'azienda oggetto di valutazione è sostanzialmente ininfluenza ai fini della valorizzazione meramente patrimoniale, se pur rappresenta un elemento utile per garantire l'effettiva

funzionalità dell'azienda trasferenda. Ai fini della valutazione si tiene conto in ogni caso di una ipotetica struttura organizzativa tale da permetterne il normale funzionamento, a prescindere dal numero dei dipendenti effettivamente trasferiti o trasferibili o dai successivi reintegri o licenziamenti che l'acquirente debba porre in essere per dotarsi della minima struttura necessaria.

Nel caso della presente valutazione, considerato che l'azienda da valutare non appartiene ad un soggetto quotato sui mercati, che l'azienda trasferibile rappresenta l'attività di un soggetto fallito attualmente locata a terzi, considerato inoltre che in ogni caso per la natura stessa della possibile transazione (vendita nell'ambito di una procedura fallimentare) non esistono dati certi circa scambi comparabili, il valore di riferimento dovrà essere riferibile al "valore intrinseco" dell'azienda, dove per valore intrinseco, altrimenti detto nella prassi valutativa "valore economico del capitale", si intende l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'azienda oggetto di valutazione e dei relativi rischi.

Il valore intrinseco così definito riflette la realtà operativa dell'azienda nelle condizioni in cui si trova, senza tenere conto di alcuna sinergia o efficientamento che un terzo soggetto potrebbe riconoscere nel prezzo di acquisto. Inoltre il valore intrinseco è espressione della capacità di reddito corrente dell'impresa, escludendo ogni potenzialità latente.

In base a quanto già esposto al precedente paragrafo, l'esito della presente valutazione può essere anche sensibilmente divergente rispetto alla valutazione indipendentemente operata da un soggetto operante nel settore, che tenga conto

anche di sinergie o efficientamenti connessi alla natura e all'attività specifica dell'acquirente o di eventuali garanzie accessorie offerte dal cedente.

Limitazioni applicabili nell'esecuzione della valutazione

La valutazione è stata condotta unicamente sulla base delle evidenze contabili prodotte dalla Società fallita e/o pubblicamente disponibili. La mia attività nella formulazione della presente valutazione non comprenderà:

- L'autonoma produzione di budget previsionali;
- La valutazione analitica o la verifica di esistenza delle poste patrimoniali;
- La revisione dei dati contabili storici o la verifica di attendibilità degli ulteriori dati eventualmente forniti dalla Società nell'iter del processo valutativo;
- Un'autonoma attività di due diligence nel senso più ampio del termine;
- La revisione della stima delle stime di valore dei beni strumentali e dei beni immobili compresi nell'azienda, già condotte rispettivamente dall'Ing. Battilana e dall'Arch. Bassini su incarico della Procedura.

L'identificazione dell'azienda oggetto di cessione

L'azienda ha ad oggetto la lavorazione e la trasformazione della carne. Opera indirettamente per il tramite di due contratti di affitto di azienda nelle sedi operative di Piove di Sacco, presso un immobile di proprietà locato insieme all'azienda e dove ha sede la lavorazione delle carni, e di Codevigo, dove ha luogo l'impianto di macellazione in un immobile locato da terze parti.

Come riportato in premessa la presente valutazione è riferibile in via cumulativa ai due rami di azienda detenuti dal soggetto fallito e attualmente affittati ad International Meat Srls.

I suddetti contratti di affitto di azienda decorrono rispettivamente dagli esercizi 2021 e 2020: in pratica i due (unici) rami di azienda della società fallita sono ormai gestiti dalla locataria International Meat da più di due anni.

Sono pertanto ricompresi nell'azienda tutti i beni produttivi di proprietà, già oggetto di idonea identificazione e valutazione rispettivamente da parte dell'Ing. Marco Battilana e dell'Arch. Mauro Bassini, nelle rispettive perizie.

La valutazione complessiva dei due rami aziendali discende da un lato dall'intenzione della Procedura di cedere cumulativamente gli stessi e dall'altro da una coerente unitarietà dei mezzi produttivi e dell'attività concretamente svolta per il tramite di tali mezzi produttivi.

Inoltre, l'azienda, cumulativamente intesa, è tuttora in corso di esercizio ordinario per il tramite dei vigenti contratti di affitto di azienda in essere. Tale pieno esercizio dell'azienda ha permesso il mantenimento del valore dell'azienda stessa, da cui consegue a parere dello scrivente la possibilità anche di applicare gli ordinari criteri valutativi riferibili appunto ad imprese in continuità.

Essendo l'attività imprenditoriale concretamente esercitata dall'affittuario, per l'individuazione quantitativa dell'azienda e la conseguente valorizzazione della stessa, si è tenuto conto, fra le altre componenti, dei dati contabili dell'azienda affittuaria, la cui attività coincide sostanzialmente con quella dell'azienda oggetto della presente valutazione.

Per completezza, si riporta che il soggetto fallito realizzava nell'esercizio 2019 (ultimo esercizio di unitaria gestione "interna" dell'azienda) un fatturato di 3,4

milioni di euro, superiore ma comunque confrontabile con i dati del fatturato rilevato in capo alla locataria, di cui meglio si dirà in seguito.

Programma di lavoro

Anche per il tramite del Curatore, ho acquisito la seguente documentazione a supporto della mia attività:

- 1) Perizia di stima relativa ai beni mobili strumentali condotta dall'Ing. Battilana;
- 2) Perizia di stima relativa agli immobili ed agli impianti condotta dall'Arch. Bassini;
- 3) Copia dei vigenti contratti di affitto di azienda;
- 4) Situazioni contabili dell'esercizio 2019, 2020 e provvisorio 2021 del soggetto fallito;
- 5) Bilancio 2021 e situazioni contabili provvisorie del 2022 del locatario International Meat;
- 6) Dettagli contabili prodotti direttamente dalla Società con riferimento a talune voci di bilancio su cui si riteneva necessario un miglior approfondimento.

Inoltre ho proceduto ad analizzare i bilanci di alcuni competitors della Società, paragonabili per forma giuridica, dimensione e area geografica.

Data di riferimento

In considerazione dei dati raccolti, che includono la stima del fatturato realizzabile dall'azienda oggetto di cessione in riferimento ai dati storici dell'esercizio 2022, e tenuto conto degli indicatori finanziari concretamente applicati, si ritiene di

definire in via convenzionale la data di riferimento della presente perizia al 31 dicembre 2022.

Metodi di stima applicabili

In forza di quanto precede e considerato che i dati a disposizione non includono piani economico-finanziari previsionali, e pertanto i flussi e le prospettive reddituali dell'impresa riflettono prospettive "as is" e non "to be", la valutazione verrà operata applicando due metodi, il "patrimoniale reddituale misto con stima autonoma dell'avviamento", usando come periodo prospettico di attualizzazione dei sovraredditi (o dei sotto redditi) un arco temporale di 5 anni, e il metodo reddituale puro con attualizzazione illimitata della rendita. Il metodo reddituale verrà impiegato unicamente come metodo di prova. Segue più nel dettaglio l'esposizione del metodo patrimoniale misto con stima autonoma dell'avviamento utilizzato come metodo principale:

$W = K + (R - i''K) * a_{n | i'}$ dove:

W = valore di stima dell'azienda

K = capitale netto rettificato

R = reddito medio normale atteso per il futuro

i' = tasso di attualizzazione del profitto o del c.d. *sovrareddito* (in seguito anche R_f o risk free)

i'' = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato

n = durata che esprime la ripetitività del profitto.

K è il valore del patrimonio netto rettificato a valori di mercato correnti sulla base dei dati disponibili e senza tenere conto di valori intangibili. In pratica nel caso di

specie è il valore attribuibile ai beni materiali inclusi nel perimetro trasferibile dell'azienda.

R esprime il reddito prospettico medio e normalizzato delle componenti straordinarie. In assenza di piani previsionali, tale importo viene determinato sulla base del dato del fatturato 2022 della locataria dell'azienda, International Meat (dato che a sua volta approssima il fatturato effettivamente realizzabile nelle vigenti condizioni dell'azienda in questione), a cui, come meglio illustrato di seguito, si applica una percentuale media di redditività desumibile dalle risultanze di bilancio di competitors confrontabili. Non essendo trasferiti debiti insieme all'azienda, tali dati sono assunti al lordo delle componenti finanziarie.

L'aggregato $R - i''K$ esprime la capacità dell'azienda a produrre un sovrareddito (avviamento) futuro, e corrisponde quindi alla differenza positiva (goodwill) o negativa (badwill) fra il reddito medio normale atteso per il futuro e la redditività normale scaturente dal rapporto fra i'' e K.

A sua volta i'' è il tasso di rischio/rendimento normale rispetto al tipo di investimento, altrimenti detto "Ke", e viene calcolato secondo la formulazione del modello CAPM:

$$i'' = K_e = \beta (R_m - R_f) + R_f$$

dove a sua volta il coefficiente beta misura la reattività del movimento di un titolo rispetto ai movimenti del mercato, la differenza $R_m - R_f$ (di seguito definita sinteticamente anche ERP, equity risk premium) indica il premio per il rischio depurato dalla componente risk free e R_f rappresenta appunto il tasso risk free (i' nella formula principale).

Il tasso ERP ($R_m - R_f$) nella prassi valutativa viene esposto come singolo aggregato, riferibile al paese specifico a cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione.

Al tasso K_e viene inoltre sommata una costante che tiene conto del maggior rischio attribuibile ad imprese di piccole dimensioni oscilla secondo la prassi consolidata fra il 3% e il 4%. Per la presente valutazione si è optato per un tasso del 3,50% (si veda a riguardo quanto osservato nello studio “Size matters” pubblicato da Michael Barad). Il sovrareddito viene quindi attualizzato al tasso risk free (i' ovvero R_f), per un numero di anni convenzionalmente e genericamente compreso fra 3 e 10 anni (5 anni nel caso della presente valutazione).

Si precisa inoltre che il tasso R_f tiene conto, nel caso di specie, del rendimento dei titoli di stato con scadenza fra gli 8 anni e 7 mesi e i 12 anni e 6 mesi aggiornato a dicembre 2022.

Per completezza, al valore complessivo W così ottenuto sarebbero da sommare i valori intangibili e il valore di eventuali surplus assets: nel caso di specie, sulla base dei dati messi a disposizione, non è possibile determinare uno specifico valore di beni intangibili diversi dall'avviamento (positivo o negativo), né individuare o assegnare un valore a beni in surplus.

Per quanto riguarda il metodo reddituale, la formulazione seguita è:

$$W = R/i''$$

Dove

R = reddito medio normale atteso per il futuro, già usato per il metodo patrimoniale misto

i'' = tasso di interesse considerato normale rispetto al tipo di investimento che viene considerato, già usato per il metodo patrimoniale misto.

L'analisi dei dati di imprese paragonabili e la redditività sul fatturato di settore

Tramite gli strumenti messi a disposizione dalle Camere di Commercio ho individuato alcune società confrontabili per attività, dimensione, forma giuridica e area geografica. Escludendo quindi imprese che per motivi dimensionali e di concreta attività svolta non si ritengono realmente assimilabili all'azienda oggetto di valutazione, ho individuato 5 competitors caratterizzati da una sufficiente omogeneità, oltre alla stessa locataria International Meat. Per tali soggetti ho analizzato i dati dei bilanci 2021. Si riporta di seguito l'esito dell'analisi compiuta. Per motivi di riservatezza non si è ritenuto di pubblicare i nominativi dei competitors, del tutto estranei alla presente valutazione.

DATI CONTABILI 2021						
	A	B	C	D	E	International Meat
Fatturato	4.677.464	2.836.636	2.407.492	4.165.303	3.795.757	1.160.127
EBITDA*	770.167	378.931	393.754	240.172	85.723	64.115
% Redditività	16,47%	13,36%	16,36%	5,77%	2,26%	5,53%
PN	1.923.318	684.119	-285.109	90.046	107.056	14.091
MEDIA					10%	

Per quanto riguarda i dati significativi utilizzati:

- 1) la redditività operativa del fatturato è stata computata al lordo degli ammortamenti, delle svalutazioni e dei costi per il godimento dei beni di terzi, imputate successivamente in modo specifico nella determinazione del reddito prospettico dell'azienda valutata
- 2) Ho verificato sulla base di quanto dichiarato nelle note integrative dei competitors selezionati la presenza di eventuali elementi reddituali straordinari nei bilanci considerati, non rivenendone
- 3) Ho verificato, ove esplicitato, la presenza di compensi amministratori tali da rendere necessarie specifiche normalizzazioni, non rinvenendo

neanche in questo caso dati tali da alterare significativamente le risultante dell'analisi.

Il rapporto medio dell'EBITDA al lordo del godimento dei beni di terzi rispetto al fatturato, per i soggetti considerati, è quindi pari al 10% arrotondato.

La stima del valore patrimoniale

Non essendo previsto il trasferimento di valori patrimoniali ad eccezione dei beni strumentali (inclusi gli immobili produttivi), il valore patrimoniale dell'azienda è pari al valore attribuibile agli stessi beni strumentali e per i quali si rimanda alle perizie redatte dai rispettivi professionisti.

Per quanto qui rileva, con riferimento alla valutazione dei beni mobili condotta dall'Ing. Battilana, ho ritenuto opportuno considerare il valore d'uso assegnato ai cespiti e pari a complessivi euro 147.800 in considerazione appunto del fatto che l'azienda, se pur in via indiretta per il tramite dei contratti di affitto di azienda, è tuttora in corso di esercizio.

Per quanto riguarda invece la valutazione dei beni immobili e degli impianti, ho considerato il valore risultante dalla perizia dell'Arch. Bassini, e già espresso al netto di una detrazione per vizi ed assenza di garanzie pari al 25%, per complessivi euro 550.000.

Il valore patrimoniale complessivo è pertanto pari ad euro 697.800, sui quali si è proceduto a calcolare gli ammortamenti tabellari.

Cespiti	%	Valore	Amm.
Macchine ufficio	20%	4.380	876
Impianti generici	9%	20.620	1.856
Impianti specifici	15%	295.300	44.295
Fabbricati	4%	317.500	12.700
Costruzioni leggere	10%	60.000	6.000
Totale		697.800	65.727

I dati reddituali stimati per l'azienda oggetto di valutazione

In assenza di dati più attendibili si è considerato per l'azienda oggetto di valutazione un fatturato prospettico normale effettivamente realizzabile senza modifiche strutturali e senza tenere conto di sinergie apportabili dall'acquirente pari al fatturato realizzato nel 2022 dalla locataria International Meat. Tale fatturato mi è stato comunicato direttamente dall'attuale locataria ed ammonta ad euro 2,6 milioni circa. Il dato peraltro è coerente pro rata temporis con il fatturato rilevato al mese di agosto 2022 ed incluso in una situazione economica completa che mi è stata fornita. All'importo stimato dei ricavi si è quindi applicata la redditività normale di settore evidenziata nel paragrafo precedente (si ripete che si è tenuto conto del ritorno dell'EBITDA al lordo anche dei costi per godimento di beni di terzi rispetto al valore della produzione), pari al 10%. L'EBITDA atteso è quindi pari ad euro 260 mila.

Dal valore di EBITDA così ricavato si è proceduto a sottrarre il valore specifico degli ammortamenti calcolati in ragione dei beni materiali mobili e immobili di cui si è detto in precedenza sulla base delle applicabili aliquote tabellari di ammortamento.

Infine dall'EBITDA si è sottratto il costo stimato per il godimento dei beni di terzi sulla base di una situazione economica infra annuale della locataria e dell'analisi delle situazioni economiche pregresse del soggetto fallito. E' questo un dato meramente stimato, utile per considerare l'apporto di beni di terzi necessario all'attività.

Infine, le imposte sono calcolate in ragione di un'aliquota arrotondata del 28%.

Determinazione del reddito medio atteso normale			
EBITDA			260.000
Ammortamenti			65.727
Godimento beni di terzi			30.000
Imposte			45.997
Reddito netto			118.277
Reddito medio atteso			118.000

La valutazione con il metodo patrimoniale misto con stima autonoma dell'avviamento

Infine si determina il valore complessivo dell'azienda e del connesso avviamento.

In particolare per la determinazione dell'avviamento sono stati impiegati i seguenti tassi:

Beta	0,64
ERP	9,73
Size premium	3,5
Rf	4,11
Tasso i"	13,8372
Arrotondato in	14,0000

Dove:

- Il coefficiente Beta è stato desunto dalle elaborazioni disponibili sul sito del Prof. Damodaran per il comparto food processing nella macro regione Europa;
- L'ERP è stato desunto dalle elaborazioni disponibili sul sito del Prof. Damodaran aggiornato a gennaio 2023 per il Paese Italia;

- Lo small cap premium è sostanzialmente una costante applicata per tenere conto del rischio gravante su imprese di piccole dimensioni ed oscilla nella prassi fra i 3% ed il 4%;
- Infine il tasso Rf è posto pari al rendimento dei titoli di Stato scadenti fra 8 anni e 7 mesi e 12 anni e 6 mesi risultante dal rendistato aggiornato a dicembre 2022.

Sulla base dei dati esposti pertanto il valore economico dell'azienda secondo il metodo misto e applicando l'attualizzazione del sovrareddito per un periodo di 5 anni risulta pari a:

Reddito medio atteso			118.000
Valore patrimoniale			697.800
Reddito atteso			97.692
Differenza (sovrareddito)			20.308
Avviamento			90.129
Valore economico			787.929

Valutazione con il metodo reddituale

Come esposto in premessa, il metodo reddituale viene impiegato come metodo di prova rispetto al metodo principale.

Come spesso si nota nella prassi, il valore risultante dall'applicazione del metodo reddituale è leggermente maggiore rispetto a quello risultante dall'applicazione del metodo misto. Il risultato ottenuto si reputa tuttavia consistente e tale da confermare la validità della stima ottenuta dall'applicazione del metodo principale, che si conferma essere più idoneo per la valutazione in oggetto

considerata la maggiore attinenza all'effettiva struttura patrimoniale dell'azienda cedenda.

Segue la determinazione del valore applicando il metodo reddituale.

Si noti che ai fini del calcolo è stato utilizzato lo stesso reddito prospettico già impiegato per il metodo principale ed il medesimo tasso i''.

	Valore	Reddito di riferimento
Valore economico con metodo reddituale	842.857	118.000

Conclusioni

Tutto ciò premesso ed in considerazione delle evidenze qui risultanti, il valore di stima per l'intera azienda appartenente a viene peritato in euro 787.929 che ai fini della presente valutazione si ritiene di arrotondare in euro 790.000.

Cornedo Vicentino, lì 23/02/2023

In fede

Stefano Giovanni Girolamo Dal Lago

Dottore Commercialista

Revisore Legale

